

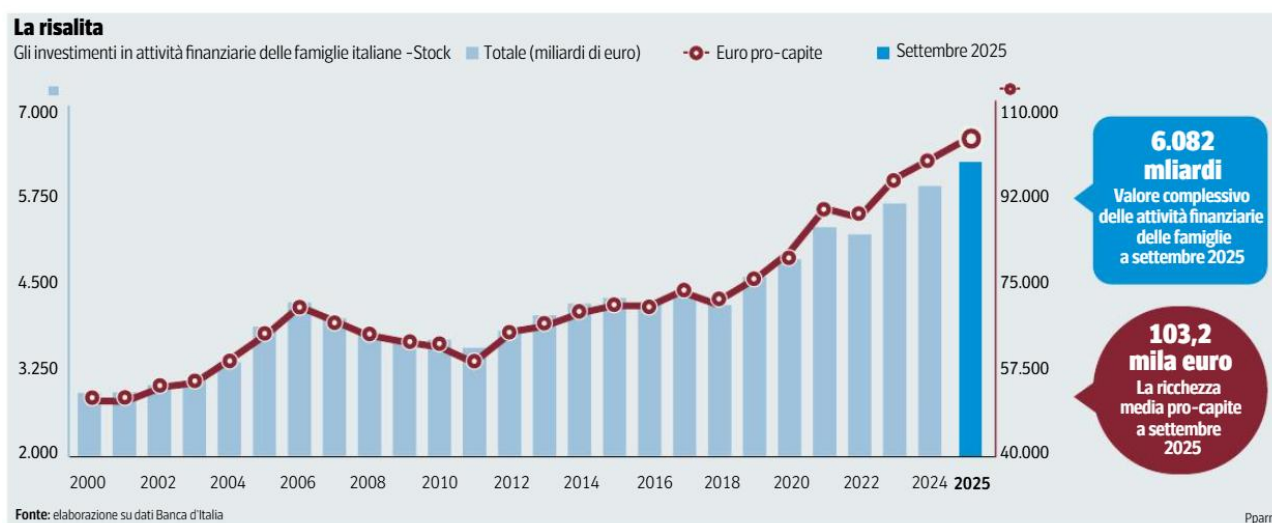
## Se vogliamo lo sviluppo più risparmio alle imprese

di Ferruccio de Bortoli

Un dilemma morale si affaccia all'orizzonte del Paese. Se il risparmio è l'ultima nostra grande ricchezza nazionale — ne abbiamo già parlato nello scorso numero de L'Economia — allora dovremmo preoccuparci che crei lavoro e reddito in Italia. E, di conseguenza, consenta il futuro accumulo di risorse. Ma se l'investitore è un libero cittadino — e mai vorremmo che non lo fosse — dovrebbe non avere alcun vincolo e, dunque, investire là dove più è conveniente. Anche a costo di finanziare altre economie, magari proprio quelle che mettono fuori mercato la nostra, riducendo così la propensione al risparmio di famiglie e imprese.

Un dilemma ancora più stringente e angosciante quando vi sarà quel «grande passaggio» (scaramanticamente, anche per chi scrive, molto in là) ovvero troveranno maturazione le eredità (da tanti a pochi) dei boomer, la generazione più fortunata, economicamente parlando, della storia. Una massa di capitali che un Paese come il nostro non può permettersi di veder «disperso» sui tanti mercati azionari del mondo, almeno formalmente, più attraenti del nostro. Non vi è, in questo ragionamento, alcuna tentazione sovranista. Tutt'altro. È giusto che i capitali vadano dove rendono meglio.

Il punto è un altro. Ed è quello di essere in grado di attrarli di più, garantendo agli investitori non solo remunerazioni adeguate ma anche occasioni di sviluppo, rafforzando l'idea di un Paese che vuol crescere, non chiudersi e vivere, finché è possibile, di rendita. Questo è lo spirito dei firmatari del Manifesto per il risparmio paziente. Iniziativa che nasce dalla constatazione di essere «il Paese con il più elevato risparmio privato ma, nel contempo, anche con uno dei mercati dei capitali meno sviluppati in rapporto alla dimensione della propria economia».



Quattro i punti fondamentali: rafforzare il risparmio previdenziale e assicurativo; rilanciare il mercato dei capitali quotato; sviluppare un migliore sistema competitivo di private equity e venture capital; lo Stato come facilitatore e non come sostituto dell'iniziativa privata. «Noi fatichiamo, anche per la

manca di strumenti adeguati — spiega Alberto Gustavo Franceschini Weiss, presidente di Ambromobiliare, uno dei promotori — a dirottare risparmio non solo di famiglie e imprese ma anche di fondi pensione, sulle nostre piccole e medie imprese. Ci abbiamo provato con i Pir, i Piani individuali di risparmio, introdotti nella prima versione nel 2017, ma una volta esauritosi il vantaggio fiscale, dopo cinque anni, i gestori hanno dirottato i capitali degli investitori verso fondi bilanciati od obbligazionari. Ciò ha compresso le quotazioni delle aziende quotate, non solo sull'Egm ma anche sul listino Star, tanto che oggi sono a sconto del 30 o del 40 per cento rispetto a mercati equivalenti di altri Paesi. Poi ci sono i fondi pensione che hanno un patrimonio di 330 miliardi. Non è possibile che investano così poco in Italia. Il fondo Cometa, tanto per fare un esempio, nel 2024 aveva 3,5 miliardi investiti su azioni estere e solo 37 milioni su quelle italiane. Stessa situazione per le assicurazioni: il 5 per cento investito in azioni del nostro Paese finisce quasi tutto nelle large cap. Anche il fondo dei fondi della Cassa depositi e prestiti, la cui finalità è proprio quella di favorire la capitalizzazione delle Pmi, ha ricalcato le norme e i difetti dei Pir. Si parla tanto della nostra Borsa che è piccola, ed è vero, ma ci si dimentica che il segmento Star, in quindici anni, ha rappresentato la quinta Borsa mondiale in termini di rendimenti».

Il Manifesto avverte, senza tanti giri di parole, che «senza un progetto integrato di riallocazione del risparmio privato verso l'economia reale, il declino del mercato dei capitali sarà irreversibile». Stiamo parlando di circa 5 mila 300 miliardi di ricchezza finanziaria, 6 mila miliardi investiti in beni immobiliari da parte delle famiglie, 1.300 miliardi di risparmio previdenziale e assicurativo. La capitalizzazione di Borsa è intorno al 47 per cento del Prodotto interno lordo (al 110 per cento nel Regno Unito).

«Meno del 10 per cento delle società quotate — è scritto nel Manifesto — è detenuto da investitori istituzionali italiani, il 90 per cento dei volumi di scambio si concentra su 80 aziende, lasciando tutto il resto in una condizione di cronica illiquidità».

«Questo è il tema cruciale per il futuro del Paese — commenta l'economista e docente universitario, Maurizio Dallochio — perché ne parliamo così poco? Noi in Bocconi, per esempio, abbiamo costituito il Repair Lab, Responsible, patient and reliable finance, per studiare e affinare gli strumenti più adeguati. Ma non facciamoci ingannare, è più una questione culturale, di moralità pubblica, che tecnica. Non possiamo pensare di continuare a vivere in una società che premia la finanza aggressiva e impaziente. Se il private equity prospetta ai suoi investitori un ritorno (Irr, Internal rate of return) del 20 e più per cento all'anno è chiaro che l'azienda che verrà acquisita sarà in molti casi spremuta e venduta a pezzi al più presto. Si mette in un veicolo poco capitale proprio, molto debito, cioè tanta leva. E poi, appena possibile, si ripaga il poco capitale proprio attraverso generosi dividendi privando la società acquisita di liquidità e della sua capacità di fare investimenti».

Ma forse, obiettiamo noi, si realizzano sinergie e si rendono possibili fusioni altrimenti frenate dall'amor proprio dell'imprenditore. «Vuole un esempio di scuola? Quello del settore delle directory in tutto il mondo, le Pagine Gialle in Italia. Venne devastato e non perché stava finendo l'era della carta. Avevano nomi, indirizzi, dati, preziosissimi. Tanti clienti e poca tecnologia che però potevano ottenere, investendo. Peccato che alla fine i soldi, portati via per soddisfare gli investitori, non ci fossero più».

## **La fuga**

Dalocchio sostiene che così si è allontanato il mondo imprenditoriale dalla finanza alternativa. Molti imprenditori temono l'insaziabilità della finanza speculativa. O, in alternativa, ne sono attratti, come falene verso la luce, per i generosi multipli offerti. Le aziende quotate sono poche anche per le difficoltà burocratiche, i costi, l'eccesso di rendicontazioni. «Io sono dell'idea — continua Dalocchio — che l'obbligo delle trimestrali vada superato. Una jattura che porta a incrementare la redditività nel breve, riducendo gli investimenti. Positivo che la Sec (Security and exchange commission, ndr) americana stia valutando di passare alle relazioni semestrali. La trasparenza non fa sempre bene, soprattutto se penalizza gli investimenti e il lungo periodo. Quanto alla Borsa, dobbiamo constatare che oggi le aziende quotate nel mondo sono la metà di quelle del 2000 con un problema fondamentale. Oggi ci sono gli assi pigliatutto. Le prime otto società per capitalizzazione valgono 24 trilioni di dollari, in un anno hanno guadagnato il 30%. Non c'è mai stato nella storia un drenaggio di risparmio da tutto il mondo di questa entità. Vent'anni fa le prime otto, che avevano altri nomi, ad esclusione di Microsoft, valevano solo 2 trilioni. Questo cosa vuol dire? Che c'è poca liquidità per tutto il resto. Nvidia vale 25 volte il fatturato. Forse qualche sopravvalutazione c'è. E non di poco conto». Dalocchio riflette sullo scarso peso europeo nel promuovere e trattare nuovi strumenti della finanza globale. Ovvie le attese sulla Saving and Investment Union, sulla futura operatività dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. «Ma dobbiamo fare un salto di qualità nella cultura finanziaria. Un altro esempio: l'esistenza di un tasso usurario sembra una buona cosa ma impedisce a una start up di essere finanziata da una banca. Ci sono tabelle chiare sul rapporto tra rischio e probabilità d'insolvenza. Appliciamole e togliamo il tasso usurario».

Qualche dubbio ci viene guardando per esempio ai tassi applicati sul credito al consumo e non solo. Ma la provocazione è utile. Altri strumenti? «Potremmo lanciare in grande stile i cosiddetti Real estate investment trust come ha fatto la Spagna. Le aziende si finanzierebbero emettendo titoli garantiti dal loro patrimonio immobiliare». L'esperienza delle Siiq, le società immobiliari quotate non mi sembra sia stata un successo. «Certo, ma sono state devastate dal Fisco. Lo strumento, in presenza di un mercato liquido, avrebbe un impatto assai positivo sul finanziamento all'industria, riducendo i rischi per gli investitori. E premiandoli per la loro pazienza».

